

株式・資本市場の変容とROE経営 ー持続的な企業価値向上のための新しいマネジメントー

Change of Capital Market and ROE Management

田口 敏行
Toshiyuki TAGUCHI

(平成27年 9 月30日受理)

要旨

最近2～3年の日本の株式市場は、アベノミクスの効果もあり、いわゆる「失われた20年」という低迷期を抜け出しつつある。日経平均株価は上下変動はあるが、2万円台を突破する時期もあり、活性化されてきている。外国人投資家の増大とその資金流入が大きな要因といえるが、株式信託を通じた個人資金の流入やGPIFなどの年金運用機関による株式運用比率の増大なども進み、広い意味での資本市場の活発化がみられる。

こうした外部環境の変化は、日本企業に株主価値と資本効率を高めるマネジメント手法の積極的活用を促している。増配や自社株買い、そしてROEを重視した経営であり、持続的な企業価値の向上を目指した新しいマネジメントの台頭といえる。本稿では、株式・資本市場の変容を跡づけたうえで、企業価値向上のための認識がどのように変わってきているのか、そして持続的な企業価値向上のための新しいマネジメントの特質について考察する。

1. はじめに

2012年12月に発足した安倍政権によるアベノミクスも、3年近くが経過し、総じて日本経済と企業競争力は回復基調にあるといっていであろう。概ね「円安・株高」傾向が促進され、特に株価は、野田佳彦前首相が衆議院解散を明言した2012年11月14日の終値8,665円からすれば、2倍以上の値上がりである。2015年4月には2万円の大台にのり、15年ぶりの2万円台回復という状況を迎えている。ただ、直近ではアメリカの景気回復に伴うFRBの利上げや、中国経済の停滞と株式市場の暴落の影響により、1万8,000円台を下回るような動きがあるが、株式市場の活性化は確実に成し遂げられているといえる。株式市場の活性化は、投資マネーの増大を呼び、これまでのような国債といった安全資産にのみ投資する傾向から、リスクを伴う株式投資を促している。信託投資では株式への運用が増大し、GPIFなどの年金運用機関も株式運用への比率を高めている。アベノミクスは、企業へ向かう資金の流れを高めようと施策しており、広い意味での資本市場は活性化してきている。

こうした状況は、企業環境を大きく変え、それに伴いマネジメントの在り方にも大きな変革をもたらしているといえる。最も大きな影響は、収益力＝稼ぐ力の醸成である。日本

企業は「失われた20年」という低迷期において、資金をため込む体質（＝内部留保）を定着させてしまった。つまりバブル崩壊以降、過剰雇用や過剰債務を抱えてしまい90年代後半の金融危機を契機に、その後の2000年代半ばにかけて、内部留保を蓄積して資本を厚くしながらも、債務を圧縮して財務体質を強化していったのである。こうした体質が、設備投資をはじめとする事業拡大を縮小させ、賃金の抑制やコストカット、そして内部留保による負債の圧縮と財務強化という手法を定着させた。

こうした体質へのテコ入れがアベノミクスの本質といえる。財政の健全化や金融環境の整備といったマクロ的な目的がアベノミクスにはあるが、企業やマネジメントとの関わりからすると、内部留保を財務体質強化に向けるのではなく、事業拡大、製品開発、M&A、株主還元といった「攻めの」マネジメントへと転換を図ろうとしているのである。ため込むのではなく戦略的に配分しながら、長期的な収益力を競争力へつなげることができるよう期待している。

長期的な収益力を実現するには、投資資金と投資家（株主）を重視したマネジメントが必要であるとの認識にたち、株主還元と資本効率の高いマネジメントを持続的な企業価値向上とみなして推進している。アベノミクスはこうした観点から施策を展開し、企業行動や経営の在り方を変えようとしている。その実現に向け、「ガバナンス強化」を行っている。これは投資家側と企業側（経営側）に対してそれぞれガバナンス指針を提示し、それに沿ったガバナンス体制を整えることで、持続的な企業価値向上につながる仕組みを作ろうとしている。そして同時に、株式市場や資本市場へテコ入れして資金流入を高め、「攻めの」企業活動がしやすい環境を整えようとしている。

そうした環境下での企業活動とマネジメントには、投資家と企業がパートナー的な関係を持ち、株主還元を重視しながら、長期の収益力と稼ぐ力を高めるマネジメントと戦略が求められる。このため、配当の増大や自社株買いといった手法と、資本効率を高める経営＝ROE経営が重要なモデルとなっており、債務の圧縮や賃金抑制ならびにコストカットといったマネジメントとは異なる新しいマネジメントが展開され始めている。本稿では、株式・資本市場の変化や配当の増大ならびに自社株買いの動向を考察したうえで、ROE経営の動向を検証し、マネジメントの変革の実情とその効果を検討していくものである。

2. 失われた20年の日本企業の行動特性

2-1. 企業の内部留保体質と特性

はじめに、成長戦略の下で推進されている日本企業のビジネス環境や新しいマネジメントの特質をより鮮明に把握するために、失われた20年といわれる低迷期の日本の企業行動やマネジメント特性を確認しておく。

大雑把に当時の日本企業の行動特性をまとめてしまうと、先ほども簡単に触れたが、内部留保を溜め込んで債務返済に充て、財務強化を図るマネジメントが展開されていた。「経済社会構造に関する有識者会議」の「日本経済の実態と政策の在り方に関するワーキング・グループ」の下に置かれた「経済の好循環実現検討専門チーム」（座長：吉川洋東 東京大学大学院経済学研究科教授）は、「1990年代後半以降の企業行動の変化」に注目し中間報告を公表している（平成25年11月22日）。それによると、2つの特徴が指摘されて

いる。1つは、国際競争力維持のために、賃金の抑制を含めたコストカットを実施した点である。そして2つ目に、内部留保の蓄積であり、バブル崩壊後、過剰雇用や過剰債務を抱えていた日本企業は、1990年代の金融危機を契機に2000年代半ばにかけて、内部留保を蓄積して資本を厚くするとともに、債務を圧縮し財務体質を強化した点、の2つを指摘している¹⁾。

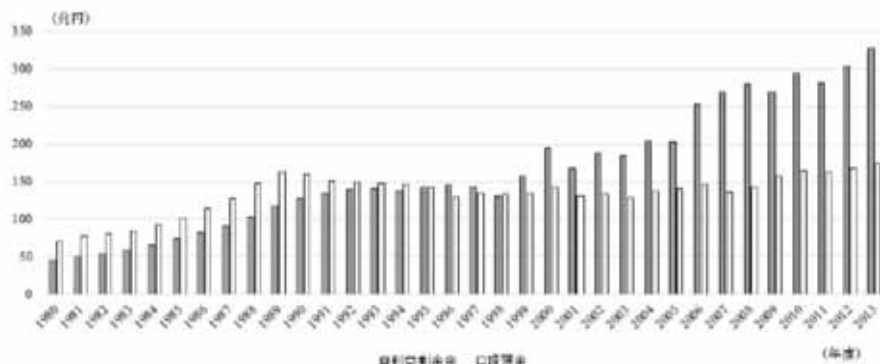
内部留保を厚くすること自体は悪いことではない。設備投資などの原資となるわけが必要不可欠なマネジメントである。問題は、投資などに充てることなく保有されている現預金の多寡であり、資本効率性という点から問題となる。ただし、国内設備投資が低迷する一方で、対外直接投資は活性化していた。企業の収益増があったが、雇用の改善につながらなかった。つまり、労働生産性の上昇に対して実質賃金の上昇が抑制されてきた。そうした点も、賃金への配分を行うことなく内部留保を厚くするという意味で批判の一因となっている²⁾。政府は国内の投資環境を整備する必要性から成長戦略を実施に移しており、その成果として、資本効率重視の企業経営や労働生産性の上昇に見合った価値配分の促進を期待しているのである。

より詳しく失われた20年という低迷期の日本企業の行動特性や構造を確認しておく。まず内部留保が多かったという点から始める。内部留保は、当期純利益のうち一部が株主配当等として社外に流出し、残った部分がフローとしての内部留保といわれ、バランスシートの純資産の部にある利益剰余金がストックとしての内部留保に当たる。ここで扱う内部留保は後者のストックの内部留保を指す³⁾。また、利益剰余金は資産部のうち、①設備等の固定資産への投資、②現預金や有価証券、棚卸資産等の流動資産に充当されていると考えられるが、③配当に充てられることもあり、その場合バランスシートには利益剰余金の減少という形で現れる。

「内部留保が厚く、溜め込む体質が定着した」という場合の問題点は、現預金の多寡にある。現預金は将来において、必要となるものをすぐに購入できるという性質がある一方で、通常その収益性は低い。現預金の比率が高過ぎれば企業全体の収益性は低下するため過剰な保有は好ましくないことになる。

図表－1は、利益剰余金と現預金の関係を1980年から2013年まで見たものである。利益剰余金は1980年から2013年に至るまで、ほぼ一貫して増加している。2013年は過去最高の328億円に達している。1990年代の年平均増加率が3.1%だったのに対して、2000年以降の年平均増加率は5.8%と積み増しのペースが加速しており、特に2008年のリーマンショック以後は、高水準で推移しているが、財務体質の強化のためといえるであろう。一方現預金であるが、1980年代は利益剰余金の増加に伴い現預金を増加する比例関係にあった。1990年代は利益剰余金と現預金ともに横ばいで推移し、2000年以降は剰余金の増加傾向に対して現預金はやはりほぼ横ばいで推移しているとみていい。利益剰余金たる内部留保は年々確実に積み上げられ溜め込まれているが、問題となる現預金の推移は、1990以降は横ばいであり、その限りでは現預金が蓄積されているわけではない。

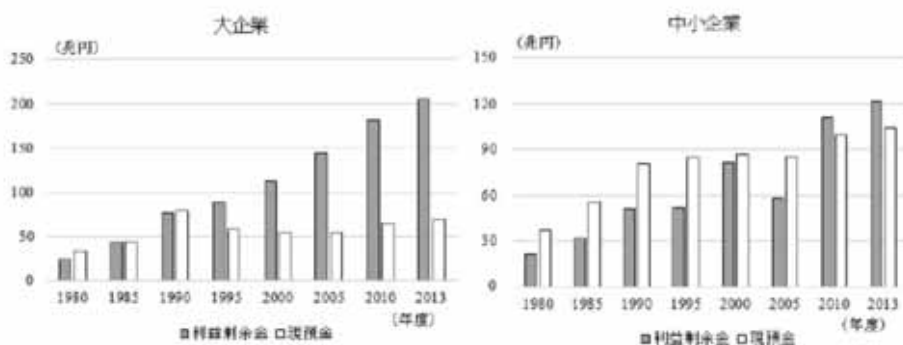
図表－１ 利益剰余金と現預金の関係



(出所) 鈴木絢子「企業の内部留保をめぐる議論」国立国会図書館『調査と情報－ISSUE BRIEF－』2014年11月11日 (No.836)、p.4.

但し、利益剰余金と現預金の関係を企業規模別にみると様相は異なる（図表－２）。大企業の場合、バブル崩壊までは利益剰余金とほぼ同額の現預金を保有していた。これは、事業拡大に伴う運転資金の確保という目的が強く、90年代以降大きく減少したのは、これを取り崩さざるを得なかったと判断できる。対して中小企業は、現預金の保有を年々大きくしており、溜め込んでいる状況が見て取れる。つまり、バブル崩壊以降の中小企業は、運転資金の確保または、資金繰りが悪化した場合の予備的資金として内部留保のほとんどを現預金に充てていたと考えることができる。こうした点を踏まえると、失われた20年という低迷期において、現預金を溜め込んだ構造は中小企業が牽引したといえる。

図表－２ 大企業と中小企業の利益剰余金と現預金

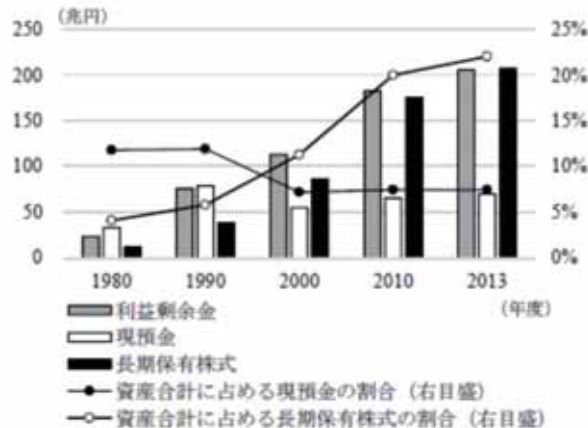


(出所) 鈴木絢子、前掲論文、p.5.

では、大企業はどんな特質を有したかという点であるが、利益剰余金の増大に貢献したのは中小企業よりも大企業の方が大きい、バブル崩壊以降、現預金を溜め込むといった傾向は大企業にはない。代わりに増えたのは長期保有株式であった（図表－３）。2000年代を通じて長期保有株式は大きくウェイトを高めている。これらの長期保有株式は、子会

社や関係会社の株式が中心で、企業買収によっても増大する。大企業の利益剰余金は、失われた20年においては、現預金以外の投資に充てられており、それは対外直接投資に向けられていたといえる⁴⁾。同時期は、「対外直接投資の増加や国内設備投資の低迷」と特徴づけられる。それから推察すると、大企業による利益剰余金の使い道は、海外企業に対する投資といえる。大企業は現預金を溜め込む体質ではなく、海外企業への投資を積極化していた。現預金を溜め込む体質や構造は中小企業にあり、大企業は国内投資は低迷したが、海外へ積極的に直接投資していたわけである。

図表－3 大企業の利益剰余金、現預金、長期保有株式の推移（金融保険業を除く）



（出所）鈴木、前掲論文、p.5.

それでは、失われた20年という低迷期は、中小企業のみが内部留保を溜め込む体質と構造を形成したこととなる。資本効率性の悪さは中小企業には当てはまるが、大企業には当てはまらないことにもなる。しかしながら、現預金保有の国際比較を見ると、また様相が異なる。1988年から98年のデータを用いて企業の総資産に占める現預金の比率を国際比較した研究によると⁵⁾、世界35か国のうち日本は、総資産に占める現預金の比率が16%と最も高くなっている。アメリカ4.4%、イギリス6.2%、ドイツ5.6%、フランス8.5%となっており、日本の比率の高さが際立っている⁶⁾。

さらに各国の企業の現預金保有残高の対GDP比をみると、各国とも対名目GDP比が10から30%であるのに対して、日本は50%とかなり高い水準になっている。各国の経済構造や各々の企業の特質があることを踏まえると、単純には比較できないが、他の先進国と比べて日本企業は現預金の保有を好む傾向があることがわかる。鈴木氏はその理由を次の4つにあると指摘している⁷⁾。

第1は、企業の運転資金としての保有である。企業は日々の営業活動に必要とされるため、適切な量の現預金を保有する必要がある。第2は、業績の悪化やリーマンショックのような金融危機に備えるための保有である。大企業よりも中小企業の方が資産合計に占める現預金の割合が高いことの背景には、この理由がある。第3は、将来の投資や企業合併・買収（M&A）のための資金確保である。借り手（企業）と貸し手（投資家や金融機関）

の間に情報の非対称性が存在する場合、企業は将来の資金調達として内部留保を最も好み、次に負債（金融機関からの借入れなど）での調達、そして最後に株式発行による調達を選ぶ⁸⁾。そして第4の理由に、日本特有の事情として日本経済のデフレ傾向がある。デフレ下においては将来における現金価値が高まるため、現預金保有のインセンティブが働き、投資や配当に回される可能性が低くなる。

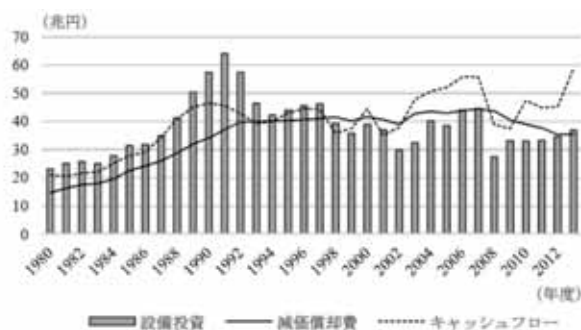
先に大企業と中小企業の比較において、内部留保と溜め込むという体質は中小企業にあてはまるもので、大企業は海外への直接投資を積極化していた点を確認したが、その限りでは大企業は、内部留保や溜め込む対象ではなかったが、国際的な比較から日本企業を位置付けると、現預金による内部留保の比率は非常に高く、しかも日本企業の場合、現預金を好む傾向もあった。こうした特質や構造が、失われた20年という低迷期において、日本企業の収益性を低くし、資本効率を悪化させる要因となっていたといえることができる。

2-2 企業の利益配分体質と特性

次に、同時期の日本企業の利益の配分体質と特性を見ていく。国内外への投資活動、配当、労働分配率について確認する。

まず企業による国内への設備投資であるが、1980年～90年にかけてはキャッシュフロー（企業の当期純利益から配当を減じたものに、減価償却費を足した額）を上回る規模で行われていたが、98年頃から原価償却費の範囲内で行われるようになってきている（図表-4）。2000年以降はキャッシュフローを超える設備投資は一切ない。リーマンショック期は大きく設備投資は減じ、キャッシュフローの額に対して投資額は一層低い水準に抑えられている。こうしたことから、企業による設備投資は、キャッシュフローの範囲内で既存設備の維持更新を行うための投資が中心で、外部から資金調達をしてまで新たな投資をすることには消極的だったことがうかがえる⁹⁾。国内の設備投資が伸びない理由としては、90年代はバブル崩壊以降、資産の減価や毀損の進行、国内の金融不安、そしてアジアの金融危機といった景気後退要因が続き、2000年以降は、リーマンショックや欧州債務問題な

図表-4 日本企業による国内設備投資の推移



(注1) 設備投資＝対象年度中の有形固定資産（土地を除く）増減額＋ソフトウェア増減額（2001年度以降）＋減価償却費。

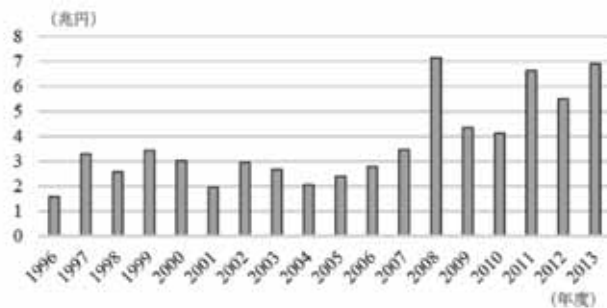
(注2) キャッシュフロー＝内部留保（フロー）＋減価償却費。内部留保（フロー）は、2006年度以前は当期純利益から配当と役員賞与を減じたもの。2007年度以降は当期純利益から配当を減じたもの。

（出所）鈴木、前掲論文、p.8.

どによる世界経済の不透明性の増大、新興国のキャッチアップとコモディティー化によるデフレの進行、市場の成熟化と需要不足といった要因が複合的に重なり、国内に投資先が見つからない状態が続いたといえる¹⁰⁾。

反面で海外への直接投資は、2000年の後半以降大きく伸びている（図表－5）。90年代から2000年代の前半までは、特に大きく海外直接が増大する様子はいかたがえないうが、2008年に一気にこれまでの倍の規模へと増大し、リーマンショックの影響で09年、10年は減少するものの、それ以降また増大させている。海外現地法人の数を見ると、2012年度で2万3000社に及び10年前の1.5倍に増えている¹¹⁾。さらにM&Aにおいても、日本企業による外国企業のM&Aが2006年頃から活発化している。M&Aのマーケットは、日本企業同士のM&A（IN-IN）、日本企業による外国企業へのM&A（IN-OUT）、そして外国企業による日本企業へのM&A（OUT-IN）の3つに区分されるが、金額ベースでみると、2006年頃からM&A全体に占めるIN-OUT（＝日本企業による外国企業へのM&A）の割合が急増しており、2013年度は全金額の6割（5兆1,727億円）を占めている。こうしたことから、2000年代以降、内部留保が海外直接投資に活用されていたことがわかる¹²⁾。

図表－5 日本企業による対外直接投資の推移



（出所）鈴木、前掲論文、p. 8

海外直接投資が活発化した理由としては、経済産業省のアンケート調査によると（2012年度）、投資決定のポイントとして「良質で安価な労働力が確保できる」（21.4%）ことよりも、「現地の製品需要が旺盛又は今後の需要が見込まれる」（66.7%）、「進出先近隣三国で製品需要が旺盛又は今後の拡大が見込まれる」（27.4%）を挙げた企業が多かった¹³⁾。2000年代の後半以降は、国内に投資先と需要が見つからず、海外への直接投資に内部留保を活用する大企業が増加していったといえる。

失われた20年という低迷期においては、大企業は2000年代後半に海外への直接投資は活発化させたが、国内への投資は低迷させていた。また、中小企業においては内部留保を溜め込む傾向があり、投資活動は国内海外ともに低迷させていた。総じて日本企業の行動特性は、海外に比べ内部留保の比率が高く、そうした資金運用とマネジメントを好む傾向が形成されてしまった。現預金を抱える比率が高く、それは収益性を低下させ、資本効率を悪くさせる構造を作り上げてしまっていたといえる。つまり利益を事業拡大や製品開発へ配分しないマネジメントが展開されてきたと言い換えることができる。

では、配当や労働力への配分はどうだったであろうか¹⁴⁾。まず配当であるが、リーマンショック以前と以後とでは大きく異なる傾向がみられる。リーマンショック以前は、総じて当期純利益が増加もしくは減少すると、それに連動して配当金も増加もしくは減少する傾向がみられた。しかしながらリーマンショック以降は、最終利益である当期純利益の増減額に連動しない傾向がみられてくる。

業種別にみると、製造業ではリーマンショックのあった2008年度を境に大きな変化がみられ、2011年度から2012年度では、最終利益である当期純利益の大部分を配当金が占めている。配当性向をみると、2011年度では87.7%、2012年度では83.8となっており、内部留保よりも株主への還元へ優先度が置かれている。一方非製造業では、2010年度から2012年度までの当期純利益が増加しているのにも拘わらず配当性向は減少している。2010年度の配当性向は56.0%、2011年度は51.7%、そして2012年度は48.8%と年々減少し、株主への還元よりも内部留保に利益配分の優先度が置かれていることがわかる。

リーマンショック以降、製造業では内部留保よりも配当性向を増やす傾向にあり、非製造業では逆に内部留保が増大し配当性向が低下する傾向にある。こうした違いが現れる理由としては、当期純利益のリーマンショック以前と以後の回復水準が製造業と非製造業とでは大きく異なる点に1つの要因があると思われる。

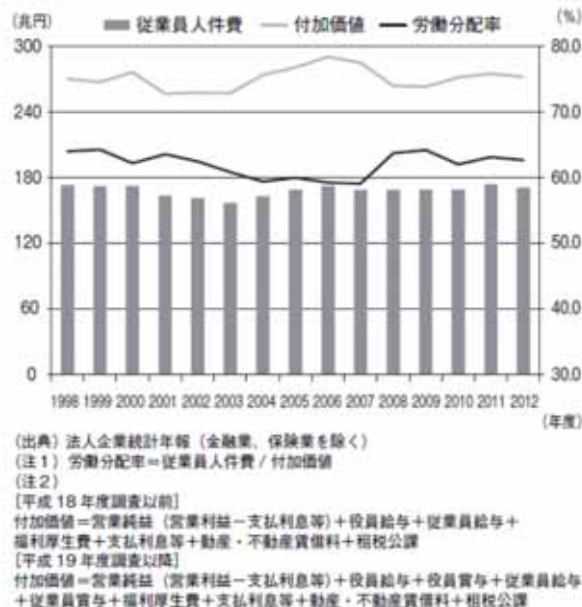
製造業は2001年から2007年にかけて当期純利益は順調に伸ばしてきた。2007年の純利益は15兆円弱まで伸ばしていた。しかし、2008年のリーマンショックで一気にマイナスへ転じ、以降回復させているものの、どの年度も5兆円強程度で、リーマン以前の水準に戻っていない。一方非製造業は、2001年から2006年まで順調に伸ばし、同年がピークで15兆円強の当期純利益を上げている。その後、非製造業は徐々に利益を減少させリーマンショックの2008年に10兆円前後、翌年の2009年には7兆円前後まで減少させる。そして2009年を底に増加に転じ、2012年はリーマンショック前のピークを越え16兆円強の利益を達成している。つまり、リーマンショック以後、以前の水準を回復し、さらにそれを超えるところまで当期純利益を伸ばしている。

直接的に配当性向の増減の違いを説明しているわけではないが、製造業と非製造業との配当性向に関わる傾向の違いは、そうした純利益の回復水準の違いに遠因があると思われる。非製造業の場合、先に見た日本企業の特徴である内部留保を溜め込む傾向が、利益の回復とともに再燃しているといえるかもしれない。非製造業は製造業に比べて海外への直接投資は大きくないであろう。国内への投資チャンスがあまり見つからないとすると溜め込む体質が強まるかもしれない。また、製造業の場合、利益の増減に関わりなく配当を固定させている可能性が高いように思われる¹⁵⁾。製造業の配当性向はリーマンショック以後に高まったわけではなく、以前から一定した水準で推移していたとすると、利益配分を大きくしようとするのは新たな動きというわけではない。内部留保を溜め込むことなく積極的に配分していこうという企業行動はみられなかったということができよう。

最後に従業員への配分である労働分配率をみしてみる。その推移は、図表-6のとおりである。全産業を対象としてリーマンショック以前と以後とを比較すると、前後で変化がみられる。リーマンショック以前は、従業員人件費の減少や利益の上昇に伴う付加価値額の増加から、労働分配率は低下傾向にあった¹⁶⁾。しかし、リーマンショック以後は付加価値額の減少により労働分配率は上昇するが、その後は付加価値額と従業員人件費は連動して

推移して、労働分配率に大きな変動はない。結局、利益分配としての従業員への還元については、1990年代後半の金融危機から2000年代前半までにおいて、従業員人件費の減少がみられ、企業は債務の圧縮に加え従業員人件費の圧縮を図っていたと考えられる。その後も従業員人件費についてはほとんど一定のままである。債務圧縮のために人件費も圧縮するようなマネジメントはされていないが、積極的に内部留保を人件費に分配するマネジメントは行われていなかったといえる。

図表－6 従業員の人件費、労働分配率、付加価値の推移



(出所) 岩瀬/佐藤、前掲論文、p.92.

3. アベノミクスによる株式市場や資本市場の変革

3-1. 主体別にみた株式市場の構造変化と特質

前節において、アベノミクス以前の日本の企業行動の特徴を整理した。大企業と中小企業との違いやリーマンショック以前と以後との違いなどはもちろんあるが、総じてまとめれば、内部留保を現預金で溜め込む体質が日本企業にはあり、デフレとともに構造化してしまう様相を呈していた。アベノミクスはそうした構造と体質にメスをいれようとしている。株式市場や資本市場の活性化を図り、市場へ資金が流入する仕組みや魅力を高めようとしている。そして、コーポレートガバナンスの強化を図り、投資家と企業家（＝経営者）とが建設的な「対話＝エンゲージメント」によって、持続的な企業価値の向上を目指すマネジメント体制を期待しての環境整備を成長戦略として押し進めている。前節でみたような内部留保を好む体質を変革させて、株主価値の向上を前提とした資本効率の高いマネジメントを官民あげて構築しようとしている。そうしたマネジメントがROEを重視した経

営と言い換えることができる。

ROE経営を実現するには、新しいガバナンス体制が必要とされるが、それに先立ち株式市場や資本市場の活性化が不可欠となる。資本市場に資金が集まってこない限り、利益を上げる元手となる資金環境が向上しない。株主や投資家も参入して来ない。企業同様、低迷してきた株式や資本市場を活性化させ、企業を積極的な資金調達と事業拡大へ導き、内部留保を溜め込むことなく、株主還元を中心に設備投資、労働（人件費）へと積極的に分配しながら資本効率を高めるROE経営が、これからの日本企業のマネジメントモデルとなりつつある。本節では、株式市場や資本市場がアベノミクスによる成長戦略によって、どのように活性化されているか、そしてさらに企業行動やマネジメントがどのように変容しているのかを考察していく。

まず株式市場の変化を確認しておく。日経平均株価の推移を簡単にみると、2013年の1月くらいから急上昇していく。2014年の4月に、消費税増税が開始されたためやや落ち込むが、7月からは持ち直したようにさらに上昇を続けはじめる。こうした株式市場の活性化は、財政政策や金融政策の影響が大きい。特に異次元の金融緩和政策は、「円安・株高」という環境を整えたといえる。詳しい金融政策の分析は本稿ではできないが、日銀と政府との連携による緩和政策は、為替を円安に導き、輸出主導企業の競争力と株価を上昇させることで全体的な株式市場の活性化を牽引したといえる。ただし、金融政策だけの影響ではなく、財政政策や景気対策が相まって効果を上げていると認識するほうが正しい。2015年4月、一時的ではあるが2万円を超える水準も実現している。リーマンショック以前の状態までは確実に回復している。

ただし、活性化を促す担い手にこれまでにない変化が起こっている。株式市場の主体別売買動向をみると（図表－7）、2011年、12年、13年と連続して海外投資家の買い越しが圧倒的な額に及んでいる。11年は2兆3,150億円の買い越し、12年も4兆6,080億円の買い越しであるが、13年は15兆6,700億円に及ぶ。13年はアベノミクスと日本再興戦略が着手されはじめた時期である。海外投資家は、アベノミクスによる政策が日本の株式市場へ影響を及ぼし、プレゼンスとパフォーマンスを一気に高めると予想しての先行投資といえる。ただし、この3年間、生損保、都銀・地銀等、個人、自己といった主体はすべてマイナスで売り越しであった。

こうした動きは、売りが消極的な姿勢を意味しているような印象をうけるが、「需給に厚みが加わった」状態である。海外投資家の買いには、国内個人投資家が売り向かい、海外投資家の売りには、株式投信や企業の自社株買いがその受皿になるというように、売買注文が順調に消化されているということである¹⁷⁾。以前の株式市場は、海外投資家の買い注文が多ければ高くなり、逆であれば下落するという、やや一方的な相場展開が多かった。しかし、アベノミクスの効果により、外国人投資家の売買シェアが6割前後と高い比重を占めているが、買いたいとき、売りたいとき、ほぼ希望する株価で売買できる市場となり、ニューヨークに次ぐ流動性の高い市場としての信頼感を高めている。そうした質の活性化をアベノミクスはもたらしたと言える。

構造的な特質としては、海外の機関投資家のウェイトが高まり、彼らの資金流入が市場を支えているようになったところである。この環境の定着は、「物言う株主」＝アクティビストの存在感を高め、ガバナンス体制の「日本的」な在り方に変革を求めるようになる。

図表-7 主体別の売買動向

(10億円)

	海外	生損保	都銀・ 地銀等	信託銀行	投資信託	事業法人	個人	自己
《暦年ベース》								
11年	2,315	-1,012	-107	186	-301	846	-732	-1,534
12年	4,608	-779	-212	-1,127	-59	387	-1,878	-1,189
13年	15,670	-1,354	-69	-3,564	727	656	-8,429	-2,197
《月次ベース》								
14年7月	885	-94	-43	-251	-165	102	-664	181
14年8月	-344	0	5	174	-38	92	16	78
14年9月	1,568	-106	-38	-162	-303	-123	-677	83
14年10月	-1,624	38	56	1,310	306	104	212	-356
14年11月	3,047	-155	-1	-240	-344	298	-1,916	-212
《週次ベース》								
9月3週	831	-31	-96	-200	-66	-58	-416	53
9月4週	0	-27	46	124	9	-10	54	-219
10月1週	-1,063	-12	69	387	4	33	545	-6
10月2週	-799	24	-17	229	106	35	332	44
10月3週	-1,152	3	19	462	167	77	406	-16
10月4週	-37	10	-16	227	68	10	-125	-120
10月5週	1,368	13	1	5	-37	-50	-945	-256
11月1週	2,226	-90	-51	-402	-320	-40	-694	-328
11月2週	949	-21	-94	-130	-62	229	-695	181
11月3週	47	-42	112	116	27	73	-116	-206
11月4週	-176	-2	32	177	31	36	-211	141
12月1週	258	1	-65	21	108	47	-288	2
12月2週	-639	-2	28	291	22	106	397	26
12月3週	-1,055	-2	4	524	137	93	60	160
12月4週	290	16	11	-67	-56	-21	-240	59

(注) 対象は東京・名古屋の現物市場と、東証株価指数先物、ミニTOPIX先物、日経平均先物、日経225miniの合計。プラスは買い越し、マイナスは売り越しを示す。7月2週までの現物は東京に統合された大阪含む3市場ベース。

(出所) 東京証券取引所、大阪取引所の各データより野村證券作成

(出所) 海津政信「2015年の内外経済展望と株式市場ーアベノミクスⅡは賃金上昇と成長戦略強化が軸ー」野村證券『証券レビュー』（第55巻第2号）、2015年、p.38.

これまでの日本のガバナンスは、企業による不正事件などが相まって、その防止や監視・監督機能の強化、モニタリングの強化といった趣旨でのガバナンス強化が中心となった。社外取締役の導入なども進んでいたが、ガバナンスの目的が法令の順守と不正の防止という目的からのものであった。株主権の強化という視点と考え方もちろんあったが、日本の場合、従業員主権やステークホルダー全体の利害の重視という視点からのガバナンスが中心であった。ところが、海外の機関投資家が主体となったことで、株主価値向上のためのガバナンスとマネジメントが必要とされてくる。内部留保を溜め込む体質からの脱皮、収益性と資本効率を高めるマネジメントとそれを促進するガバナンス体制の構築が目指されていく。日本企業のマネジメントのパラダイムシフトが始まったといえる。

海外投資家の影響が大きく働いたことと同時に、アベノミクスは株式市場や資本市場に資金が流入しやすい仕組みと環境を整え、国内投資家の活性化も生み出している。国内投資家の主体別特徴を見ると、株式投信がウェイトを高めている。個人の資金が株式投信に

流入しており、毎月の純資産が急増している。2013年新規に設定された株式投信の本数は890本となり、バブル期の1989年以来の高水準になっている。また、売却益や配当が非課税となるNISA（小額投資非課税制度）の実施などにより、個人の資金が株式投信に流入している。株式投信はリーマンショック以降、見向きもされなかったが、株式市場で注目されるようになっており、新規資金の流入を促し日本株買いの先陣を切るほどの活躍を見せている¹⁸⁾。

さらに株式市場の活性化は、公的年金の株式運用を拡大させている。厚生年金や国民年金などの公的年金は、厚生労働省の外郭団体であるGPIFに運用が委託されている。130兆円に上る運用資産を持つ世界最大の機関投資家である。これまでは安全運用を重視するあまり国内債券が60%、海外債権が11%と、資産の7割が元本保証の債権に振り向けられていた。しかし、アベノミクスの下での政府の有識者会議の提言により、国内債券35%、国内株式25%、海外債権と海外株式の合計で30%程度といったようにポートフォリオが改められた。国内債券が大幅に減り、国内株式がほぼ倍増した形となったのである。株式市場へ大きな影響力を及ぼす主体となってきている。またGPIFは、株式を重視したポートフォリオの再編だけでなく、運用対象の多様化も進めている。有識者の提言によるものであるが、不動産投資信託や新興国企業向けのファンドも投資対象とすることや、先進国の電力、ガス、高速道路、港湾などのインフラ事業にも投資することが推進されている¹⁹⁾。株式市場に影響を及ぼす主体として今後もますます存在感を高めることが予想される。

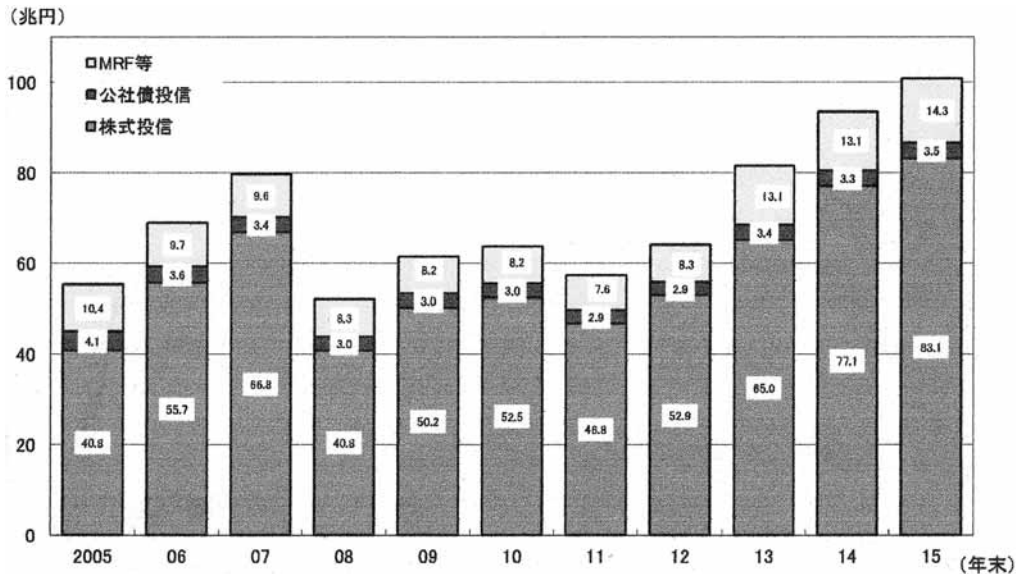
3-2 投資信託などの資産運用ビジネスの成長

株式市場の活性化は、現物の株式売買のみならず、株式やインデックスなどと関連した資産運用ビジネスとそこへの資金流入を拡大させている。なかでも投資信託の拡大がアベノミクスにより成長している。投資信託は、株式投信（国内・国際）、公社債投信（MMF・MRF）、双方を組合わせたバランス型（株式と公社債のミックス）、外国債券型投信、通貨選択型投信など多岐にわたる。投資信託全体の純資産残高に占める割合では株式投信が圧倒的に多く、近年の伸びも株式投信が最も大きい（図表-8）。2014年の残高でみると、株式投信が8割以上を占めており、2012年、13年、14年と大幅に伸ばしている。最近の特徴であり、アベノミクスの影響といえる。

株式投信の内訳をみると、アベノミクス開始後はバリュー（割安株）よりもグロース（成長株）が好調であり、大型株よりも小型株ファンドが好調である²⁰⁾。いずれも100%を超える高いリターンであったが、なかでも国内小型グロースが152%と最も高く、成長戦略を背景とした景気回復期待から成長株が買われ、日銀の金融緩和により値動きのいい小型株が選好されたものと予想される。

中小株が株式投信で優勢となるもう1つの理由としては、より本格的な景気回復と企業業績拡大への期待がある。2015年4月22日に日経平均株価が2万円を15年ぶりに超えた。一方為替相場をみると、円は対ドルに対して小さい変動はあるが、前年より1ドル120円を中心としたレンジで安定している。つまり、円安の影響なくして株価が上昇しており、本格的な景気回復感がうかがえる。これは内需が回復している兆しであり、中小型株ファンドはそうした内需関連株の組み入れを相対的に高くしている。景気の回復は、どうしても大企業から効果が現れる。内需関連の中小株が株式投信で優勢となるということは、実

図表－8 日本の投資信託の純資産残高推移



(出所) 野村資本市場研究所 <http://www.nicmr.com/nicmr/data/market/trust.pdf>より。

際に中小企業の業績回復が進行している証といえよう。

こうした株式投信への資金流入や活発化は、運用ビジネスへの参入企業を増大させることになる。そうした新規参入企業の動向をみてもみる²¹⁾。株式投信の急増は、株式投信を開発・運用する投資信託会社やそうした業務への新規参入企業を増大させる。株式投信を含む投資信託商品の開発・運用は、以前は大手証券と準大手証券の系列会社に限られていた。ところがバブル崩壊以降、徐々に自由化が進み、今では生命保険や損害保険、そしてメガバンクをはじめとした金融機関、さらには海外の有力な運用会社なども参入し、その運用会社数は132社にも上っているが、最近の株式市場の活性化により一層の新規参入が続いている。

投資信託業界の構造は、①信託商品の企画・運用を図る主体、②販売する主体、③資金を保管する主体という3区分で構成される。これまでの分業関係は、投資信託(商品)の企画や開発は投資信託会社が行い、販売は従前の証券会社や投資信託会社による直販が主で、販売を通じて多くの投資家から集められた資金を1つにまとめ、保管を専門にするのが信託銀行であった。販売業務は自由化が進み、銀行、保険会社、信用金庫・信用組合、労働金庫、郵便局(ゆうちょ銀行)も販売業務を行えるようになっていた²²⁾。

こうした分業関係のなかで運用ビジネスが展開されてきたが、株式市場の活性化により新規参入と新しい動きがみられる。この業界では、企画や運用を行う投資信託会社が中心的役割を果たしてきたが、株式市場の活性化や資金の流入は、そうした運用会社の新規参入を大きく促している。国内の運用会社区分は、国内証券会社系、国内銀行系、国内保険会社系、独立系に分かれ(少数派)、主力は前者3系列であるが、ここへ新規参入が激しい。投資信託会社は元々、銀行系の子会社である場合が多く、銀行系としては販売業務に限定したビジネスモデルであったが、最近では商品の企画・開発も行うようになってき

ているといえる。みずほフィナンシャルグループや三菱UFJ信託銀行、三井住友信託銀行などは、密な関係にある運用会社と組み、魅力ある株式投信の開発に乗り出している。なかでもみずほフィナンシャルグループは、世界最大手の米国の投信運用会社ブラックロックと提携し、有望な株式投信の開発を進めている²³⁾。メガバンク以外でも地方銀行のなかには、有望な地元企業の銘柄を組み入れた地元で馴染みの深い株式投信を開発して販売する企業も増えている²⁴⁾。日本株への投資信託と運用ビジネスへの新規参入は、こうしたことから、今後より一層活発化するものと思われる。

また地銀には、株式をはじめ、外債や債券の流動化商品などでリスクをとるファンドで少しでも利回りを稼ごうとする行動が積極化している。多くの地銀では、国債以外で積極運用できる体制をもたない。このため、地銀の資金を集めて利回りを狙う専用の私募ファンドを設立する動きが高まっている。図表－9は、地銀が外債やファンドへ投資を増やしている状況と地銀を対象とした主な私募ファンドの例を示している。野村証券などは主要国の国債や配当の高い株式を対象とし私募ファンドを設定しており、日興アセットマネジメントは、シンガポールのDBS銀行の融資債権を裏付けとした流動化商品に投資し、地銀4行から5行向けに30億円規模で運用を始めており、運用期間は1から2年で為替リスクはとらない²⁵⁾。その他、ドイツ銀行やゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントといった外資系の企業も、私募ファンドを設定し地銀向けのビジネスを展開している。

図表－9 地銀に依るファンドの活用と地銀向けの主な私募ファンド

投資先の中身	設定・販売する金融機関
主要国の国債	野村証券など
配当の高い株式	同上
シンガポール銀の融資債権	日興アセットマネジメント
海外の公益企業の社債	ドイツ証券など
米エネルギー関連証券	野村、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント

(出所) 日経朝刊、2015年2月16日付け。

地銀でも横浜銀行などの上位銀行は、いち早く投資を積極化させており、上位10行で見ると、有価証券の含み益は2014年12月で合計1兆8,000億円となり2012年3月に比べ3倍に拡大した。常陽銀行は2014年末時点で1,800億円強のファンドを保有しており、大分銀行は、運用先の多様化を狙って2013年に運用部門を東京に移した。その理由は、自社の債券運用のほか、ファンドなど新たな投資先の情報を得るためであった。ファンドの保有残高は2014年末で700億円を超え、半年で倍増している。ファンドへの投資が運用の柱になっている。下位の地銀の多くは、含み益の増加が格段に少ない状況にあるが、ファンドを利用したリスクの大きい投資に傾く事例もある²⁶⁾。それほど、株式投信などのリスクの高い

資産運用とビジネスが活発化しているのである。

投資信託運用会社への新規参入は、開発競争はもちろん、販売競争をも激化させる。2013年に新設された株式投信は890本に上るが、前年の2倍の増大ぶりであり、バブル期以来の急増ぶりをみせている。この結果、株式投信全体では4,800本近くも販売されている²⁷⁾。2014年の動向を見ると、10月28日現在で累計558本となっており、過去2番目に多かった2009年の541本を上回っていた。国内株式型に分類されるファンド（通貨選択型を除く）の2014年1年間の資金流入のランキングをみると、上位10位以内にランキングされた全てが2013年以降の設定であり、うち8本が2014年に新規設定されたファンドとなっている。新規参入と資金流入が増大していることを物語っている。

日本株式市場の存在感は確実に高まっており、国内の内需関連株のファンドへの組み入れも今後増大していくことが予想される。商品の種類は多様化することは間違いないが、特に少額で個人投資家をターゲットとした商品開発が中心となるであろう。NISAなどはその典型といえる。株式市場の活性化は、海外投資家の資金流入が大きな要因であるが、国内の投資家の資金も流入するインセンティブづくりも必要である。NISAは非課税というインセンティブがあり、いかに個人マネーを呼び込むことができるかは、市場の活性化にとってやはり重要である。

そうした意味では、成長戦略は株式投資や株式信託の増大に見るように、個人マネーを投資へ流入させている。「貯蓄から投資へ」という流れが定着しているといえる。2014年度末で、主要証券10社が個人顧客から預かる資産は297兆円となり、2年連続して過去最高となっている。内訳は、株式が170兆円と25%の増加である。投資信託は17%増えて50兆円を上回っている。特に個人に人気が集まっているのが、金融商品の選択や売り買いのタイミングを金融機関に一任するラップ口座である。大手を中心に営業が強化されてきており、野村証券では、2015年3月末のラップ口座残高が1年前の6倍近い1兆3,400億円に膨らんでいる²⁸⁾。こうした証券会社への個人資金の流入は、預金ではなくリスク資産に資金が集まっていることを示しており、個人マネーが預金から投資に向かっているといえる。個人マネーの獲得に向けた運用ビジネスはますます競争が激しくなることは間違いないであろう。

他方法人投資家の動きでは、GPIFによる株式運用ウェイトを高めている影響も大きい。日経平均やTOPIXといったインデックス型の投資を上昇させる可能性が高い。ROEを重視するJPX日経400は、2015年3月現在で371億円の流入超過状態であり、過去最高の成果を上げている²⁹⁾。JPX日経400は、GPIFといった大型の運用機関が重視するインデックスであり、ROEの高さをランキングした指標である。ROEの高い企業が価値の高い企業として評価される。日本企業にとっては、これまでにない「物差し」で自社の価値が測られることになる。そうした状況に対応するため、いわゆる「攻めのガバナンス」とROEを高める経営を実践しなくてはならない。

もちろん、そうした判断は戦略的な意思決定であり、絶対的なものではない。しかし、海外投資家による「物言う株主」が主体となり、株主と経営者が協力して資本効率を高める経営と企業価値の向上を目指す「攻めのガバナンス」が主流になりつつあるビジネス環境においては、ROEを高める経営とマネジメントは、日本企業にとって大きな取り組み課題であることは間違いない。次節においては、日本企業によるROE経営への取り組み

動向や優位性につながる効果の有無などを考察していく。

4. ROEとマネジメントの革新

4-1. 日本企業のROE経営の課題とマネジメントの革新

これまでも言及したが、日本企業の課題として資本効率の悪さや収益性の低さがあった。それを改善するために、アベノミクスによるマクロ的な取り組みが進められている。株式市場や資本市場の改革は前節で触れた通りであり、企業のマネジメントはROEを向上させる手法が重視されてきている。まず、ROEを高めるには理論上、どのようなマネジメント手法が必要となるのかということから考察していく。

ROE (Return on Equity) とは、株主の持ち分である自己資本に対して、どれだけの利益を効率よく上げているかを示す総合的な指標で、財務的には自己資本利益率を指す。ROEはその特性から図表-10のように分解でき、企業の収益力を測る総合的な指標として活用されている。このROEを構成する3要素について、2002年から2014年までの平均値を算出し、日米のヒストリカルな水準を比較してみると、3要素のうち総資産回転率（日-35.5%、米-36.1%）、財務レバレッジ（日-6.1倍、米-5.2倍）で大差はない。しかしながら、売上高当期純利益を比べると（日-2.9%、米-7.1%）でここに大きな差がみられる。ROEそのものの水準は、日本が6.3%に対して米国は13.4%であり、倍以上の開きがある³⁰⁾。

図表-10 ROEの構造分解



（出所）栗野智之／小西健史／本間丈明「投資指標としてのROE」『三菱UFJ信託資産運用情報』（2015年3月号）、p.3.

ROE自体はまだまだ日本企業は欧米に比べ低水準にあるが、分解するとなかでも売上高当期純利益という収益性の低さに問題がある。ROE向上のためのマネジメントとしては、この収益性を上げていくということが大きな課題の1つといえる。特に長期的な収益性の向上が必要である。3要素への対応とマネジメントに限らず、ROEは増配や自社株買いといった手法でも向上する。そうした手法も駆使することになる。ただ、どちらかといえばそうした手法は、短期的な改善を促す手法といえるように思われる。収益性の改善という課題は、短期的な課題ではなく長期的な課題となる。ROE向上のマネジメントは、やはり持続性や継続性が本質であり、それを実現するノウハウこそ真の意味での優位性に

つながるマネジメントといえる。

ROEの持続性や継続性という点では、栗野智之・小西健史・本間丈明による興味深い実証分析が参考になる。彼らは、ROEの高さの継続性の日米比較や継続性とリターンの高さとの相関関係を実証分析している³¹⁾。ある年度のROE水準で銘柄数が均等になるように5分位に分け、その分位の平均値が1年後、2年後でどう変化しているかを分析している。ROEの高い分位の水準変化に着目すると、米国では2年間で低下水準が2割程度であるのに対して、日本は低下水準が4割と大きく、低下するスピードが速い。つまり、日本企業は米国企業に比べ水準が低い上に高い水準を長く維持できている企業が少ない点を検証している。ROEの水準自体に2倍近い開きがあるにもかかわらず、その水準を維持している企業は、米国の方が10%程度多いことをつぎとめている。

日本企業は高いROEを維持できるマネジメントが弱いということでもある。大事なものは絶対的なROEの高さではなく、その継続性が優位性につながるという点である。したがって、日本企業のマネジメントの課題は、ROEを高めるだけでなくかに維持するかに関わるマネジメントノウハウを身につけることといえる。この点、栗野智之／小西健史／本間丈明らは、日本にも高いROEを実現し、しかも継続させている企業の特長も分析している。

高いROEを実現しなおかつ翌期、翌々期の2期連続で高いROEを実現した企業と翌期、もしくは翌々期にROE水準を落とした企業とのパフォーマンス（対TOPIX超過リターン）の違いを検証している。高いROEを維持できている企業はパフォーマンスも高めているのに対して、ROE水準を落とした企業はパフォーマンスも落としていった（マイナスリターン）。高いROEを維持できるマネジメント力が、高いパフォーマンスにつながることを明らかにしている³²⁾。

さらに彼らは高いROEを維持する条件として4つの指標を選び、維持した企業と維持できなかった企業とを比較検討している（図表－11）。4つの指標とは、①企業の総合的な収益力であるROA（総資産経常利益率、②事業の安定性を示す利益変動率（営業利益成長率過去5年標準偏差）、③財務健全性を示す自己資本比率、④資産の効率性を示す総資産回転率、の4つである。4つとも高いROEを維持する能力＝マネジメント力として有意である。②の利益成長変動性は、変動率が低いほど高いROEの維持には貢献することになる。①のROAや④の総資産回転率も、高いROEを維持するにはより高い水準のマネジメントが必要であることを現している。

図表－11 ROEの有効性を高める4つの指標

	収益性	安定性	健全性	効率性
	①ROA	②利益成長変動性	③自己資本比率	④総資産回転率
将来2期連続高ROE	12%	39%	46%	137%
翌期、翌々期に1分位以外となったもの	8%	47%	44%	120%

（出所）栗野智之／小西健史／本間丈明「投資指標としてのROE」『三菱UFJ信託資産運用情報』（2015年3月号）、p.16.

示唆的であるのは、③の自己資本比率である。この比率は財務レバレッジの逆数であり、計算上は財務レバレッジを高めるとROEも高くなるが、実際はレバレッジを低下させた方が（つまり自己資本比率を高めた方が）、高いROEの継続に寄与している。これは一時的にレバレッジを高くしてROEを上昇させても、その後の景気変動などで高いROE水準を維持できなくなることを意味している。競争優位につながるROE向上のマネジメントは、一時的な上昇を目指すのではなく、継続性・持続性を促すマネジメントが必要とされるところに留意しなければならないということである。

栗野智之・小西健史・本間丈明も、結論的に単に高いROEを実現するだけでは、高いリターン（例えばTOPIXを超えるリターン）を実現することはできず、高いROEを継続させるマネジメントとノウハウのある企業のみが高いROEだけでなく高いリターンを継続的に獲得することができることを確認している。継続性を実現するための条件は、「総資産に対する高い収益性」「収益の安定性」「財務の健全性」「資産の効率性」などであり、高いROEの継続性を実現している企業の共通点であると結論付けている³³⁾。

4-2. ROE向上と新しいマネジメントの留意点

ROE経営に向けては、単に一時的な高水準だけでは優位性につながらず、継続させるマネジメント力をつけていくことが大切となる。特に、4つの条件が重要な課題である。そうした新しいマネジメント手法の獲得に向けて日本企業は、マネジメント力を高めていかなければならない。ここではそうした新しいマネジメント獲得向けの留意点を総括しておく³⁴⁾。

まず第1は、ROEは単年度ごとの変動が大きいという点である。固定資産の売却に伴う実現損益や、災害などによる突発的な損失などで当期純利益は影響を受ける。当期純利益はROEの分子にあたり、前年度で100%弱の減少になったかと思えば、翌年度は250%の増加になるなど、大きく変動する。つまりROEも大きく変動する可能性が高い。また、分母の自己資本には評価・換算差額などの項目が含まれるため、資産・負債に発生した含み損益（当期の損益として処理していないもの）の影響を受ける。アサヒHDの2014年の実績ROEは8.1%だが、「為替換算調整勘定」、「その他有価証券評価差額」の影響を除くと9.4%であり1.3%の差異が生じている。前節でも言及したように継続性が大切である。

第2は、ROEには長期的にみると平均回帰する傾向がある点である。①利益率の高い事業には、新規参入者が現れるため競争が激化して利益率が低下する、②常に新たな（しかも利益率が同水準かそれ以上に高い）事業を見つけ投資続けるということが難しい、③当期純利益が増えると留保利益も増えて自己資本の厚みが増す（ROEの分母が増える）、といった理由が挙げられる。そうしたことから例え高いROEを実現していても、長期的には平均回帰する傾向がある。競争市場においては避けられない「市場原理」と言えなくはないが、そのなかでもROEの高さを継続させる戦略が重要となる。

第3は、ROEの向上は負債比率の上昇のみでも可能となる点である。ROEの向上は通常、企業業績の改善を意味するが、企業が借入れを行いその資金で自社株買いを実施すれば、ROEの分母である自己資本は減少し、業績は変わらなくてもROEは向上することになる。自己資本率が高く、最適な資本構成になっていない企業は、自社株買いなどにより自己資本を減らしてROEを向上させるのは1つの手段である。資金調達に伴うコスト

(資本コスト)を低下させることができるためである。企業にとって資金調達、一般的には借入れの方が株式発行による資金調達よりもコストは低くなる。資金調達を負債にシフトさせ、全体の資本コストを減らすことが可能であれば自己資本を減らしてROEを向上させるのは合理的な行動といえる。

ただし、すでにある程度の負債を抱えている企業は、自己資本比率の低下＝負債比率の上昇により借入金が上昇したり、融資が受けられなくなるなどのために、資本コストが上昇する場合がある。これは企業価値の低下である。自己資本比率が低すぎても資本コストの上昇と企業価値の低下要因となるため、負債比率上昇に伴うROE向上には限界がある点には留意が必要である。

第4に、企業が選択した会計基準によってROEが変わることがある。日本の上場企業は会計基準を日本会計基準、米国会計基準、国際会計基準(IFRS)の中から選択できる。2015年4月1日以降に始まる事業年度の期首からは、日本版IFRS(修正国際基準)の選択も可能となった³⁵⁾。のれんの取扱いや投資有価証券(株式)の売却損益や評価損益など会計処理が異なる点があり、当期純利益や自己資本にも差が生じる。例えば、企業を買収した場合に生じるのれんについて、日本会計基準であれば一定の年数をかけて定期的に償却するが、米国会計基準とIFRSでは償却しない。その分、日本会計基準は一定期間利益が減少しROEも相対的に低くなる。一方、国際会計基準やIFRSは償却はしないため利益を押し下げる要因にはならないが、減損が生じた場合まとめて損失を計上するため、日本会計基準よりも影響が大きくなる。

実際の事例で差をみると、2014年3月期の電通のROEは、日本会計基準では5.3%であったのに対して、IFRSでは9.1%となり3.8%もの誤差が生じている。一方、セイコーエプソンの場合2014年3月期のROEは、日本会計基準では27.6%であり、IFRSでは27.7%とほぼ同水準であった³⁶⁾。こうした違いが生じるのは、のれんや投資有価証券の減損の有無による場合が多く、企業買収に積極的な企業は、会計基準変更の影響を受けやすい傾向がある点に留意が必要である。

最後の第5は、国際比較をする場合、物価の影響を考慮する必要がある点である。ROEは分母がストック(資本金+過去の利益の蓄積)で、分子がフローであることからの留意点である。つまり、分母の自己資本に含まれる資本金や資本剰余金などは、投資家から払い込まれた資本金に、利益剰余金や評価・換算差額などを毎年積上げたものである。為替換算調整勘定のような一時的に時価変動するものもあるが、基本的には計上された時点の価値で固定される。一方、分子の当期純利益はその時々々の価額(時価)となる。そのため、物価上昇率が継続的にプラス(マイナス)で推移すれば、自己資本の現在価値は減価(増加)する。一方の当期純利益はその時々々の時価であるため、物価上昇率が継続的にプラス(マイナス)であれば、ROEは高く(低く)なる。

以上、ROE向上のマネジメントに際しての留意点を考察した。企業価値の評価がROEへと集中してくると、その向上のみに目を奪われ数字を高める手法を駆使しがちとなる。継続性が優位につながる競争力の源泉であり、そのためのマネジメント力を醸成しなければならないが、見かけ上ROEを高く見せる手法もある。それらを駆使したROEの継続的な向上では本質的な企業価値の向上と競争力の向上にはつながらない。ROE向上の目的は、数値目標の達成にあるわけではない。数値目標のみが最重要視されてしまっていて、本来

行われるべき設備投資や人材育成、研究開発などが削減されるようなことになっては本末転倒である。中長期的な戦略と一体化させたROE経営とマネジメントが大切といえる。

5. まとめにかえて－成長戦略との一体化によるROE経営－

ROEを高める経営とマネジメントは、これからの日本企業の競争力の向上に向けては必要不可欠な課題であり、失われた20年の低迷期に定着してしまった内部留保を溜め込んでしまう体質からの脱却のためにも、そして資本効率を高め株主還元を重視した「攻めのガバナンス」の実現のためにも、最優先されなければならない課題である。グローバルな環境の中で日本企業が競争力を持ち企業価値を評価されるためにも、ROE経営は修得しなければならない新しいマネジメント手法といえる。

ただし繰り返しになるが、数値目標だけに留まってはならず、継続性を実現できるマネジメント力がなくてはならない。つまり、長期的な経営戦略と一体化したマネジメント＝ROE経営とならなくてはならない。最近では自社株買いや増配への動きが活発化しており、そうしたことでのROE向上は積極的に追及されている。株主還元や自社株の上昇策は企業価値の向上に向けたマネジメントではある。しかし、ともすると短期的なROE向上のマネジメントとなりかねない。重要である点は、ROE向上と長期的な経営戦略とが一体化したマネジメントの実現ができるかどうかにある。

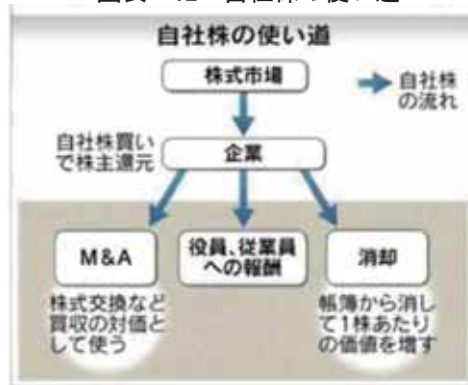
例えば、2014年11月に80億円を上限とする自社株買いを発表したコムシスホールディングであるが、発表の2日後同社の株価は2割以上下降してしまった。同じようにアデランスも、2014年9月に新株予約権付社債（転換社債＝CB）で調達した100億円で30億円の自社株買いを実施したが、株価は16%以上下落した。自社株買いをしても株価の上昇につながらないケースもある。この要因は、「経営者が自社株買いを成長戦略のなかで明確に位置付けていない」との判断が投資家にされたためであった。つまり、株主還元をしたうえで、将来に向けてどんな事業計画を持っているのか、そしてどこに利益向上の可能性があるのかなど、「稼ぐ力の裏付け」がないと株価上昇にはつながらないということである。

経営戦略をROE向上と一体化させたケースとしては、青山商事のケースが挙げられる。青山商事は自社株買いと配当を組合わせて、純利益の1.3倍を株主配分に充てると同時に、国内の紳士服市場が収縮する状況を鑑み、スーツ関連以外の事業比率を高めて成長を目指す3カ年計画を策定し発表した。そうすることで同社の株価は33%の上昇を達成した。自社株買いなどは確実に大規模化しているが、同時に将来に向けての戦略や稼ぐ力の戦略構想を投資家に示すことができなければ、優位となるマネジメントとはいえない。企業が市場から買い取った自社株は「金庫株」とも呼ばれ、2015年3月末時点で上場企業全体が保有する自社株の時価を合計すると、約19兆5,000億円にのぼる。前年度に比べ5兆円の増加である。企業別にみると最大はトヨタ自動車で約2兆3,000億円に達している³⁷⁾。問題は、そうした資産を溜め込むのではなく、戦略的な活用へ振り向けるシナリオとプランを描けるかどうか、ここが重要となろう。

実際の活用事例を見ると（図表－12）、M&A（資本提携）に使った事例としては、任天堂とDeNAの事例がある。買い取った自社株は、買収先の企業の株主に対価として渡す「株式交換」という活用方法がある。任天堂とDeNAは、2015年3月にお互いに220億円分

の自社株を交換して資本提携することで合意している。スマートフォン向けゲーム開発で手を組むこととなった。また、従業員への報酬として自社株を使う例としては、ゴールドウィンの事例がある。同社は一定の条件を満たした従業員に株式を支給することとし、200万株を使うことを決めた。さらに、消却する事例としてはNTTドコモの事例がある。NTTドコモは2015年3月に5,800億円分の自社株を消却している。株主還元を重視する戦略とはいえないが、自社株買いした株を再び市場へ再放出すると株価を押し下げることとなる。その点、消却すれば、株価の下落を防ぐことができる。

図表-12 自社株の使い道



（出所）日経朝刊、2015年4月20日付け

成長戦略を同時に持ち合わせていないと本当の意味での稼ぐ力の向上と競争力につながらない。水ぶくれしたバランスシートのスリム化や成長機会の喪失で自社株買いをした方がいい企業もあるであろう。しかしそれだけでは、本当の意味での成長につがっていない。短期的な投資筋は足元の株主還元を望むが、中長期的な投資家は成長戦略を持った企業を投資対象とする。そうした期待に応えられる企業とマネジメントが求められている。そうしたことからすると、国内外にわたる設備投資計画をはじめ、M&A計画、従業員への報酬といった成長戦略を持ち合わせている企業こそ、本当の意味での経営パラダイムをシフトさせている企業といえよう。期間利益に対する配当＋自社株買いの合計の比率（総配分性向）は、日本企業の4割程度であるのに対して、米国の主要企業は約8割に上るといふ推計もある³⁸⁾。欧米企業は、ROEも高いが株主還元も手厚い。株主還元を強めている日本企業は、そうしたグローバルなスタンダードに向けて歩みだしていることは確かである。とはいえ、これまで述べてきたとおり、株主還元だけに終わることなく常に成長戦略を伴ったマネジメントが必要であり、稼ぐ力を高める競争優位性を日本企業は身につけなければならないといえる。

最後にROE経営自体の有効性に関して、疑問を呈する見解もある。簡単に考察しておく。藤田勉氏は、『日本企業のコーポレートガバナンス講座』において、ROEの重要性は認めながらも、高まる「ROE信仰」に関する疑問を呈している³⁹⁾。

第1に、ROEを高めることが、企業の長期的な成長にとっていいことであるとは限らないという点である。ROEの向上に最も手っ取り早いのが、財務レバレッジを上げるこ

とで、その手法として転換社債型新株予約権付社債を発行したうえで、自社株買いを行うリキャップCBがある。転換価格を時価より比較的高く設定しているので、発行株式数が直ちには増加せず、短期的にはROE向上が期待できる。しかし、企業の成長力を本質的に高めるものではない。あるいは、ROEを高めるべく企業に対して圧力が高まると、増配や自社株買いによって自己資本を減らすことに注力する恐れがある。これでは、企業が持続的に成長するのは難しくなる。過度に現金を持つことは好ましくないが、成長のために自己資本を充実させることは重要である。

第2に、ROEが必ずしも適切な利益指標ではないという点である。日本ではフローの利益を重視する傾向があり、当期純利益が利益の指標として支配的な地位を占める。しかし、資産価格の変動（例えば、固定資産売却益、棚卸資産の評価損益）が含まれるため、当期純利益はフローの指標ではない。例えば、大きな含み益を持つ保有株を売却すれば、純利益は大きく増える。つまり、ROEのRが実態の利益を反映しない場合がある。また、自己資本は保有資産・負債の時価変動の影響を受ける。極論すると、その企業が減益でも特定の保有株が大きく値下がりすると、自己資本が減少してROEが上昇することがある。つまり、ROEのEが実態の自己資本を反映しない場合もある⁴⁰⁾。

確かに藤田氏が呈する疑問は、言い得ることである。しかしながら、投資家と企業との対話が重視され、株主価値を重視しながら持続的な成長を実現しなくてはならない環境下に日本企業は置かれている。これまでのような内部留保を溜め込み財務体質を改善するマネジメントから脱却し、資本効率の高いROE重視のマネジメントへとパラダイムシフトさせることが、競争優位へとつながる戦略的思考ということができるであろう。

注)

- 1) 岩瀬忠篤／佐藤真樹「法人企業統計からみる日本企業の内部留保（利益剰余金）と利益配分」『ファイナンス』2014年7月、p.86.
- 2) 鈴木絢子「企業の内部留保をめぐる議論」国立国会図書館『調査と情報－ISSUE BRIEF－』2014年11月11日（No.836）、pp.1-13. 以下断りのないかぎり、同論文を参照している。
- 3) 同上、p.1. なお、利益剰余金は、利益準備金とその他の利益剰余金から成るが、双方を加味した利益剰余金全体を指す。pp.1-2.
- 4) 鈴木、前掲論文、p.5.
- 5) Lee Pinkowitz et al., “Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis,” THE JOURNAL OF FINANCE, Vol.61, No.6, 2006,12, pp.2731-2732.
- 6) 中井誠司・神山直樹「保有現金の価値評価－リーマンショック前後と日米欧比較－」『証券アナリストジャーナル』51巻6号、2013年6月、pp.21-22の研究においても、数値こそ違っているが同様の結果が示されている。また、砂川伸幸／川北英隆／杉浦秀穂『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社、2008年、pp.337-340においても、日本企業の保有比率の推移や欧米諸国よりも高い検証や諸仮説の検討がなされている。
- 7) 鈴木、前掲論文、pp.7-8.

- 8) いわゆる「ペッキング・オーダー仮説（理論）」を意味する。詳しくは、岩村 充『コーポレート・ファイナンス』中央経済社、2013年、p.165ならびに砂川／川北／杉浦、前掲書、p.224を参照されたい。なお同理論は、Myers and Majuf（1984）とMyers（1984）によって提唱されている。リチャード・ブリーリー／スチュワート・マイヤーズ／フランクリン・アレン『コーポレートファイナンス（第8版）』日経BP社、2009年、pp.600－607を参照されたい。
- 9) 鈴木、前掲論文、p.8. なお、岩瀬/佐藤、前掲論文においても、「企業の設備投資は償却資産の範囲内で行える程度の維持更新を中心としたものであることが考えられ、企業は利益配分先として設備投資に積極的な姿勢には至っていないと考えられる」（p.91）としている。
- 10) 鈴木将之「企業の投資資金はどこに向かったのか？」『Economic Trends』2012年10月23日、pp.2－3など参照されたい。
- 11) 経済産業省『第43回海外事業活動基本調査－平成24（2012）年度実績』2014年、p.190.
- 12) 鈴木、前掲論文、p.9. なお、岩瀬/佐藤、前掲論文においても、「昨今の海外現地法人等の増加から国内向けの投資よりも海外企業に対する投資に対し利益配分先としての優先度が置かれているのではないかと推測される」（p.9）とされている。
- 13) 経済産業省、前掲調査、p.24.
- 14) 断りのない限り、岩瀬/佐藤、前掲論文、pp.90-92を参照している。
- 15) 同上論文、p.91を参照されたい。
- 16) 労働分配率と付加価値の算定式は以下の通り。労働分配率＝従業員人件費÷付加価値。付加価値は、平成18年度調査以前：付加価値＝営業純益（営業利益－支払利息等）＋役員給与＋従業員給与＋福利厚生費＋支払利息等＋動産・不動産賃借料＋租税公課。平成19年度調査以降：付加価値＝営業純益（営業利益－支払利息等）＋役員給与＋役員賞与＋従業員給与＋従業員賞与＋福利厚生費＋支払利息等＋動産・不動産賃借料＋租税公課。岩瀬/佐藤、前掲論文、p.92の図9の（注1）と（注2）による。
- 17) 東山・臼井・久津屋『2015年の狙い目株』イーストプレス、2015年、pp.16－17.
- 18) 東山・臼井・久津屋、前掲書、p.18.
- 19) 同上書、p.22.
- 20) モーニングスターHP 2015年4月23日（<http://www.morningstar.co.jp/fund/analysis/2015/2q/MFA120150423.html>）.
- 21) 断りのない限り、東山・臼井・久津屋、前掲書、pp.27－30を参照している。
- 22) 中野晴啓『入門 投資信託の仕組み』日本実業出版社、2014年、pp.5－6.
- 23) 約400億円を投じて発行済み株式の2％を取得し投資信託や企業年金など運用ビジネスで業務提携している。
- 24) 東山・臼井・久津屋、前掲書、p.28.
- 25) 日経朝刊、2015年2月16日付け.
- 26) 同上.
- 27) 東山・臼井・久津屋、前掲書、p.28.
- 28) 日経朝刊、2015年5月13日付け.

- 29) モーニングスターH P、2015年4月13日(<http://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2015/2q/MFA120150413.html>).
- 30) 栗野智之／小西健史／本間丈明「投資指標としてのROE」『三菱UFJ信託資産運用情報』(2015年3月号)、p.3.
- 31) 同上、pp.12－17を参照されたい。
- 32) 同上、pp.14－15.
- 33) 同上、p.17.
- 34) 大田珠美・中田理恵「ROEの性質と利用する際の留意点」『大和総研 (Daiwa Institute of Research)』2015年5月29日、pp.6－10を参照している。
- 35) 同上、p.9.
- 36) 同上、P.10.
- 37) 日経朝刊、2015年4月20日付け。
- 38) 日経朝刊、2015年1月15日付け。
- 39) 藤田勉『日本企業のコーポレートガバナンス』東洋経済新報社、2015年、pp.184－187を参照している。
- 40) 藤田氏は、そうした疑問を持ちながらも、「しかし、ROE重視は世の流れであるだけに、無視もできない。そして、ROEを安定的に高めようとする努力が、企業の安定につながることも多いことも事実である」(p.185.) としている。